



TITLE:

# 1925年イギリス金本位制復帰とアメリカ連邦準備政策

AUTHOR(S):

奥田, 宏司

---

CITATION:

奥田, 宏司. 1925年イギリス金本位制復帰とアメリカ連邦準備政策. 経済論叢 1975, 115(4-5): 363-386

ISSUE DATE:

1975-04

URL:

<https://doi.org/10.14989/133606>

RIGHT:

# 經濟論叢

第 115 卷 第 4・5 号

---

スタンダード石油会社における 過小資本化とその修正……………	高 寺 貞 男	1
日本の經濟計画と國民所得勘定(1)……………	吉 田 忠	21
1925年イギリス金本位制復歸と アメリカ連邦準備政策……………	奥 田 宏 司	43
資本測定と標準商品……………	岡 本 義 行	68
財政・通貨危機と公債政策……………	鶴 田 廣 巳	90

---

昭和 50 年 4・5 月

京 都 大 學 經 濟 學 會

# 1925年イギリス金本位制復帰と アメリカ連邦準備政策

奥 田 宏 司

## I は じ め に

1925年、イギリスの金本位制復帰は、両大戦間期におけるイギリス経済史の中でもきわめて重大な事からの一つであった。それにもかかわらず、D・E・モグリッジによれば、イギリスにおける研究が、ケインズが『チャーチル氏の経済的帰結』で提起した問題——金本位復帰の決定は賢明であったか、何故チャーチルはその決定を行ったか、という問題——から出発し、その後の研究は、25年において決定を託された人々が直面した初期の諸問題に立帰るというより、旧平価での復帰はスターリングの過大評価であったか否かという問題とその調整の問題に終始していた、とされる<sup>1)</sup>。

他方、日本における研究も一般的な米英金融協力問題としてとり扱われている場合が多い。例えば、この時期の国際金融問題について数多くの論文を発表しておられる加藤正秀氏は、次のように述べられる。「第一次大戦前の古典的国際金本位制がロンドンを唯一の中心としていたのにたいして、第一次大戦後に再建された国際金本位制はニューヨークとロンドンという二つの中心をもっていた。このため前者がイングランド銀行によるロンドン金融市場のコントロ

1) D. E. Moggridge, *The Return to Gold 1925: The Formulation of Economic policy and its Critics*, 1969, pp. 10-11. モグリッジはその後 *British Monetary Policy 1924-1931: The Norman Conquest of \$ 4.86*, 1972を刊行したが、前著はほとんどそのままの形で後著に入れられているので引用は前著によった。なおイギリスの論争については、Sidney Pollard, ed., *The Gold Standard and Employment Policies between the Wars*, 1970, の Introduction 参照。

ールを通じて間接的に管理されていたのにたいして、後者は「ニューヨークとロンドンとの金融協調によって維持されていた。」<sup>2)</sup> (傍点筆者) このように加藤氏は大戦間期の国際的金本位制をアメリカとイギリスとの協調の産物として把握され、後にみるように金本位復帰のためにアメリカが行った信用供与および「低利子政策」についても、それがイギリスの通貨・金融・財政政策をしぼるアメリカの手段であったという点について全く考慮されていない<sup>3)</sup>。

これに対し、ケインズは鋭い感覚でもって戦後の金本位制が実はドル本位制であることを認識し、スターリングの凋落にイギリス資本主義の危機を感知したのであった。ケインズは、『貨幣改革論』で次のように述べている。「過去2年間、アメリカ合衆国は金本位制を維持するふうを装ってきた。だが実際はドル本位制をとってきたのである。」<sup>4)</sup> また「連邦準備局とイングランド銀行との間に最も親密な協力関係が成立しても、やはり前者のほうが優越的立場にあり、後者を無視することもできるのである。」<sup>5)</sup>と述べている。

しかし、ケインズの考察においては、イギリス金本位復帰にたいするアメリカの「援助」、ニューヨーク連邦準備政策の内容を分析するという課題は果されていない。そこで小論は、ケインズの生々しい現実感覚が提起したイギリス金本位復帰をめぐる諸問題を、ニューヨーク連邦準備銀行総裁ベンジャミン・ストロング、イングランド銀行総裁モンタギュー・ノーマンの手紙・メモ等を織り込んで実証し、金本位復帰がアメリカとイギリスの世界経済支配をめぐる抗争の手段であり、「協力」の内容は、国際金融市場における両国の勢力範囲の決定、アメリカの優位、イギリスの「補完的役割」への転落を意味したこと等を明らかにしていきたい。同時に、金本位復帰のためにアメリカが信用供与

2) 加藤正秀、連邦準備銀行の国際金融協調——金本位復帰後のポンドにたいする支援をめぐる——、大塚久雄、武田隆夫編『帝国主義下の国際経済』昭和42年所収、135ページ。

3) 加藤正秀、1920年代前半におけるドルとポンド——金本位制の再建をめぐる(2)、『経済学季報』第16巻第3・4合併号、昭和42年3月、113-117ページ。

4) J. M. Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, 1923, p. 198, 中内恒夫訳「貨幣改革論」、宮崎義一、伊藤光晴編『世界の名著』昭和46年所収、292ページ。

5) *Ibid.*, p. 175, 同上邦訳、279ページ。

を行う際、ストロングが強く主張した安定化計画は、第二次大戦後のIMFが融資交渉を行うばあいには課す条件と基本的に同じものであり<sup>6)</sup>、その意味で25年イギリス金本位復帰は、現代の国際金融問題につながる諸問題を提起しており、その発生史にまでさかのぼって第二次大戦後の諸問題を解明する一つの視角をとぎすますという課題も背後に有している。

まず、イギリス金本位復帰をめざすストロングとノーマンおよびイギリス当局者の意図からみていこう。

## II イギリス金本位復帰をめざすストロングと ノーマンおよびイギリス当局者の意図

イギリス金本位復帰をめざすストロングの意図は、ヨーロッパ全体の経済再建というより広い視野からのものと、そのなかでアメリカの地位を向上させるという直接的意図の二点から成り立っていた。前者は、ヨーロッパの政治不安からヨーロッパにおける資本主義を守ることであり、国際的金本位制の再建はそのためのより大きな計画の一部分として把握されていた。後者は、アメリカの貿易を拡大させ、ニューヨークを国際金融の中心にしていくことであった。前者のほうからみていこう。

ストロングは1919年大戦後間もない混乱したヨーロッパを訪ずれ、そこから財務次官レッシングウェルへ数々の印象を手紙と電信で送っている。その一つ7月31日の手紙では次のように書いている。「政治情勢のカギは、バルチックから黒海の間にてきた新興諸国である。……フーバー氏は昨夜の私の一連の質問に答えて次のように言っている。それらの国が政治的安定をとりもどし、闘いをやめ、秩序がもどったら、彼らの豊富な食糧生産とルーマニアの場合のように石油は、対外購買力を高めるであろう。しかし、彼らはいくつかの重要物資と長期信用を必要とするであろう。」<sup>7)</sup> また8月10日の電信では、「ヨーロッ

6) Harry Magdoff, *The Age of Imperialism*, 1969, p. 147, 小原敬士訳「現代の帝国主義」昭和44年、177-178ページ参照。

7) L. V. Chandler, *Benjamin Strong, Central Banker*, 1958, p. 143.

パに対する政治的・経済的危機——それは当然アメリカにも及ぶことになるが——は、アメリカがヨーロッパを見捨てて、ヨーロッパの新しい政府を彼らの運命のおもむくままにまかせることである」<sup>8)</sup>と述べている。ストロングは、このような認識の下に、7月31日の手紙で財務次官に六つの点を考慮するように懇願している。(1)アメリカ政府がヨーロッパ再建にむけてはっきりした政策をとること。そのような政策をとってはじめて、アメリカはアメリカが負担しようとしているヨーロッパ全体に対する経済的責務ばかりでなく、東ヨーロッパの新しい諸国に対する政治的責務も正当化される。(2)アメリカ財務省が直接援助を与えること、あるいはアメリカ国民がヨーロッパとの貿易を再建する努力にはっきりとした支援を与えること。(3)現在アメリカが与えている借款の条件をゆるやかにし、負担を軽くすること。(4)イギリス・フランスのアメリカに対する戦債支払いを、他の連合国が両国に負っている戦債でもって支払えるように再調整すること。(5)四大国の代表をワシントンに集め、現存の債務について調整交渉を行ない、戦債支払いについての政策をとりきめる、あるいはともかくも見通しをはっきりさせること。(6)アメリカ政府が、再建政策についてイギリス政府と共同すること<sup>9)</sup>。

このようなストロングの考え方は、アメリカ政府によって採用されなかったが、後になっても基本的に変わることなく、国際的金本位制再建について、それはより大きな計画——予算改革、健全通貨政策、貿易障害の削除、より大きな資本移動、現実的な戦債・賠償政策を含む——の本質的ではあるが、一部分とみなした<sup>10)</sup>。そしてイギリス金本位復帰を国際的金本位制再建への重要な第一歩とみなし、イギリス金本位復帰の直接的な意図として三つの点を考えていた。(1)貿易拡大のカギである。それは二つの意味でそうである。(i)為替安定が貿易を拡大する。(ii)他の国の為替下落はアメリカの競争力を奪うが、この危険性が減じられる。(2)ニューヨークを国際金融の中心にする。このことについて

8) *Ibid.*, p. 145.9) *Ibid.*, p. 144.10) *Ibid.*, p. 264.

は、後に述べるように、アメリカによるイギリス金本位復帰のための「援助」の下では、ニューヨークの利子率がロンドンの利子率よりも低くされ、借入れがニューヨークに向うことになる。(3)インフレ対策であり、イギリスの金本位復帰はアメリカから金流出をもたらし、インフレ圧力が弱くなる、と考えた<sup>11)</sup>。

以上のストロングの意図と同様、ノーマンの第一の関心は、これまでのロンドンを中心としていた世界経済の再建であり<sup>12)</sup>、S・V・クラークによれば、ノーマンは金本位復帰を、国際貿易と国際金融の中心地としての地位を回復する戦後における努力の集約点とみなした<sup>13)</sup>。同時に、ノーマンはチェンバレン委員会の席上、復帰に必要な価格調整については、それが産業に破滅に類するほどの影響を及ぼすとは考えず、産業人が安定のため、又将来の成功のために支払うべき犠牲だと述べた<sup>14)</sup>。さらにイングランド銀行理事アジスも、同様チェンバレン委員会で、ロンドンの国際金融の中心としての以前の地位を回復するために支払うには、その犠牲はそれほど高価なものではないと述べている<sup>15)</sup>。イングランド銀行の当局者は、又、金本位復帰からもたらされる利益によってばかりでなく、もしスターリングが旧平価で安定されなかったら、これからの事態の進展はどうなるのかというおそれによっても動かされたことも事実である<sup>16)</sup>。

次に、イギリスがどのような平価で復帰するかということであるが、モグリッジによれば、チェンバレン委員会では平価切り下げについては本格的な検討は行なわれなかったとされている<sup>17)</sup>。そして委員であるブラッドバリーは、平

11) *Ibid.*, pp. 266-267 および S. V. O. Clarke, *Central Banking Cooperation; 1924-31* 1967, p. 72.

12) Sir Henry Clay, *Lord Norman*, 1957, p. 135.

13) Clarke, *op. cit.*, pp. 72-73.

14) Moggridge, *op. cit.*, p. 27.

15) *Ibid.*, p. 28.

16) Clarke, *op. cit.*, p. 74.

17) Moggridge, *op. cit.*, p. 60.

価を切り下げたの復帰はイギリスに対する信頼を損うものであると<sup>18)</sup>、また、ブラッドバリーおよび同じく委員であるニーマイヤーは、対外資産を低く評価変えし、負債を増大させるとして反対した<sup>19)</sup>。

最後に、復帰のペースおよびタイミングについてみておこう。ノーマンは、1920年9月のブリュッセル会議、1922年4月のジェノア会議（両会議ともアメリカは参加せず）とその後開催される予定であった国際会議において、ロンドンの主導の下に国際的金本位制を再建させようとし<sup>20)</sup>、その過程でスターリングの金本位復帰に重要なウェイトをもたせようとした。これに対し、ストロングはスターリングが安定化しないかぎり望ましい結果は得られないとしながらも、スターリングの安定以前に、オランダ、スイス、スカンジナビア三国、および日本にある限度内において為替を安定させることが可能だと指摘し、これらの国の間になんらかの機関ができないだろうかと考えた。そして必要ならばドルを連銀が供与する用意があるとまで述べている<sup>21)</sup>。その意味で、ストロングは必ずしもロンドンの主導ではない国際的金本位制再建をもくろんでいたと言える。これに対し、ノーマンは21年11月にスカンジナビア三国の中央銀行家と会談し、彼らに次のような内容のことを言わしめている。すなわち、イギリスとアメリカの間に取り決めがなされるまでスカンジナビア三国は、何んらの処置もとれない。その取り決めが実効ある金本位制再建への第一歩である。そうしてはじめて、比較的為替が順調な国はそれに従うであろう、と<sup>22)</sup>。とくに、スウェーデンの中央銀行総裁モルは、ノーマンに自由金市場の再開を要請する手紙を送り、その中で、「金本位制への復帰は、ヨーロッパが規律ある経済状態を樹立するための、最初のそしてもっとも不可欠な条件である。このことが明らかになればなるほど、イギリスが……氷を割ってヨーロッパに金本位制を

18) Clarke, *op. cit.*, pp. 73-74.

19) Moggridge, *op. cit.*, pp. 60-61.

20) Clay, *op. cit.*, p. 145.

21) *Ibid.*, p. 141.

22) *Ibid.*, pp. 141-142.



再建することがますます緊急のことになってきた。……イギリスの金本位制復帰は、ゴルディウスの結び目を切ることになるだろう」<sup>23)</sup>と述べている。ノーマンは、三国の中央銀行家との会談のメモとモルの手紙をストロングに送り、ストロングは、22年2月21日にそれに返答し、「あなたに、ネコにベルをつける紳士になれというモルの考えには魅力的な純粋さがある」<sup>24)</sup>と皮肉を加えながらモルの考えに同調している。

しかし、国際会議を開催してロンドンの主導の下に早期にイギリスが金本位に復帰するというノーマンの希望は実現されなかった。ストロングは、ジェノア会議が予定していた来たるべき国際会議(それは結局開催されなかった)に最初は一定の準備を行うハメになったが、そのような国際会議に反対であった。彼は反対理由を四つあげているが、そのうちでとくに重要と思われるものは、以下のものである。すなわち、国際会議においては他は全部借り入れ者であるのに反し、連銀のみが貸付市場を代表する。したがって、連銀制度を規定する程の重要な問題について投票で勝利するという展望をもって国際会議に出席できない、自分は全借り入れ者の全投票よりももっと大きな票をもっているはずだ<sup>25)</sup>。そのような内容のことをストロングは反対理由としてあげている。ここで、ストロングは極力イギリスのペースにはまらないように注意をはらっているのである。そしてストロングは各国との個別交渉に入っていく。

ジェノア会議で予定された国際会議の開催を中止に導いたものは、アメリカの対イギリス戦債協定であり、フランスのルール占領であった。アメリカは、こうした戦債・賠償問題を自己に有利なように利用し、アメリカ主導の下に戦債・賠償決済機構を構築することによって、イギリス金本位復帰においても主

23) *Ibid.*, p. 142.

24) *Ibid.*, p. 142.

25) Chandler, *op. cit.*, p. 280. ストロングの補佐であるムーアの1928年5月25日の手紙、それによるとストロングは反対理由として他に①言葉、習慣、信念、政治的要求の異った人々の間で合意に達することは不可能、②旅行中に政府の要人ばかりでなく中央銀行家とも会ったし、中央銀行政策が純粋に通貨上のことよりも、政治的利害によって左右されることが多い、③アメリカ世論を考慮しなければならない、以上三点をあげている。

導権を握ろうとし、それを果していった。アメリカは、23年に対イギリス戦債協定をむすび、ルール占領後、24年にドーズ・プランを提起し、ドイツがそれを受諾するとともにドイツにドルを準備にした金為替本位制を導入した。こうした形勢の下でイギリスも本格的に金本位復帰の準備にとりかからなければならなかった。イギリスの復帰のタイミングについては、ドイツにひきつづき南アフリカが、25年1月に7月の時点で復帰すると宣言し、同じような動きがオーストラリアにおいても高まり、スイス、オランダも復帰するのではないかというわさが流れた。こうした状況の中での、イギリスの金本位復帰についてチャーチル蔵相の次の発言は注目されるべきである。

「イギリスが、金本位に復帰するための何んらかの行動に出なくても、イギリス帝国内の他の諸国は、イギリスをほっておいても何んらかの行動をとるであろう。そしてその場合、それらの国はポンド・スターリングではなくて、ドルを準備にした金本位制になるであろう。」<sup>26)</sup>

以上、みてきたように、アメリカの当局者とイギリスの当局者はともにヨーロッパ全体の資本主義を復興させる計画の一環としてイギリス金本位復帰をとらえる点に不一致はなかった。しかし、その一致点はそのような一般的意味合いの限りのものであり、それ以上の点では多くのちがいと角逐があった。まず、アメリカは国際的金本位制を再建させるうえで、大戦前のイギリスの実力を無視しえず、したがってイギリスの金本位復帰を待たなくてはならず、むしろアメリカはイギリスの復帰を国際的金本位制再建のための契機として利用しようとした。これに反し、イギリスはアメリカの攻勢に対処しながら対外資産を守り、大英帝国と植民地ならびにヨーロッパ諸国をスターリング圏にとどまらせる努力を、イギリス国内での一定の犠牲をも覚悟の上で遂行せねばならなかった。

こうしてイギリス金本位復帰は、ニューヨークとロンドンの間での国際金融の中心をめぐる角逐、ひいては世界経済支配をめぐるアメリカとイギリスの間

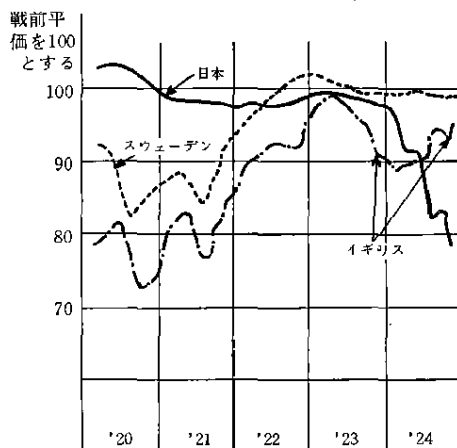
26) Clarke, *op. cit.*, p. 81.

での熾烈な角逐の一過程であったのである。次にその過程をイギリスの金本位復帰に焦点を合わせて具体的にみていこう。

### III イギリス金本位制復帰とアメリカの「援助」

第一次大戦によって、イギリス国際収支構造が解体され、そのために古典的国際金本位制は崩壊した。この崩壊からイギリス金本位制復帰までの時期、スターリングはきわめて不安定な状況にあった。アメリカ参戦前におけるイギリスのアメリカ証券の動員、さ

第I図 対ニューヨーク為替相場



らに戦後のアメリカによる「金不胎化」政策および米英戦債協定は、アメリカの金独占とイギリスの「ドル不足」をもたらし、ためにスターリングはドルに対して弱体化し、イギリスが企図していた旧平価での金本位復帰はひじょうに困難になった。米英戦債協定が締結され、ドーズ・プランが受諾された24年の時点は、まさにアメリカが何んらかの

出所：W. A. Brown, Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934*, 1940, p. 313.

「援助」を与えてイギリスに金本位復帰をさせ、国際金融の場においてアメリカがイギリスから覇権を奪いとる好機であった。

米英の戦債協定が成立して後、23年のドイツ賠償支払いの不履行、フランスのルール占領、資本逃避によってスターリングは激落した。アメリカはドーズ・ローンを与え、ライヒスバンクを掌握すると同時に、ドイツにドルを準備とする金為替本位制をうち建てた。このことは、イギリスに金本位復帰を急がせる要因になり、またドーズ・プランによる賠償問題の一時的「解決」は、ア

アメリカによる海外貸付を増大させ、スターリングもいく分もちなおしてきた。そこでニューヨーク連銀総裁ストロングとイングランド銀行総裁ノーマンは、金本位再建の計画にとりかかりはじめた。

ノーマンは、金本位復帰の計画を持てるに至った状況を次のように考えた。(1)英米戦債協定がむすばれたこと。(2)ドーズ・プランが実施されたこと。(3)ニューヨークの利子率がロンドンのそれよりも低くなったこと。(4)アメリカからの資本の流れが大きいこと。(5)スターリングが上昇してきたこと。(6)イギリスとアメリカの物価水準のちがいが、金本位復帰の後にも容易に改善できるほどに小さくなったこと<sup>27)</sup>。しかし、ストロングはそれ程楽観的ではなく、金本位に復帰する前に考慮すべきこととして三つのことをあげている。(1)24年におけるアメリカの海外貸付の額は通常ではない。(2)イギリス政府がアメリカ政府に対し償還しなければならない債務がある。その額は、毎年5億ドルから6億ドルにのぼるだろう。(3)アメリカにおいて投機傾向が出てきたとき、連銀は利子率を高めて抑制政策をとらなければならない時期がある。そんなとき、イギリスはそれ以上に利子率を高めなければならないが、これはイギリス産業に対して圧迫を加えることになるであろう<sup>28)</sup>。

ストロングは、イギリス独自の力で金本位復帰ができるとは思っていなかった。彼は、財務長官メロンあての手紙(24年5月)の中で、イギリスの金本位復帰に際しておこなわねばならない調整(ニューヨークとロンドンの利子率格差)の「負担は、われわれにむしろ多くかかってくるにちがいない。産業が弱体で、失業を多くかかえているイギリス政府とイングランド銀行は、これまでに彼らが行った以上に整理をすすめて価格水準をおし下げることは出来ないだろう」<sup>29)</sup>と述べ、また24年11月に開かれた連銀総裁会議の席上、ストロングは次のように語った。「私は、イギリスがどのようにしようとしているのか知らないが、

27) Chandler, *op. cit.*, pp. 307-308 また25年1月2日のストロングとノーマンの会談メモ参照。pp. 309-310.

28) *Ibid.*, pp. 310-311. 1月2日の会談メモ。

29) *Ibid.*, pp. 283-284.

私はこの国からの信用供与等あるいは連銀政策における援助なしに、イギリスが金本位に復帰できるとは思わない。」<sup>30)</sup> こうして、イギリスの金本位復帰にアメリカが大きく関与していくことになる。

ところで、ストロングとノーマンは以前から若干のちがいがあったが、国を問わず金本位制に復帰する国は、安定化計画をもたねばならないと考えていた。その計画の柱は、(1)国家予算の均衡、(2)流動債の償還、(3)非インフレ的通貨政策の採用、(4)中央銀行の大蔵省からの自立、(5)平価の確定と交換性の維持である<sup>31)</sup>。そして彼らは、これらの条件を満たす保証が得られたときにのみその国に対して信用供与を行って金本位復帰を援助すべきであると考えていた<sup>32)</sup>。このような処方箋によって金本位復帰ができる国として、ストロングは、オランダ、スイス、スウェーデン、ノルウェイ等とならんでイギリスをあげている<sup>33)</sup>。チャンドラーは、この戦略について次のように語っている。「この安定化の戦略は、ストロングとノーマンあるいは他の中央銀行家が安定化を望みつつ外国の援助なしには達成できない国の通貨・財政政策に対して強力な影響力を行使しうる地位にいることを意味している。ストロングとノーマンは、金本位復帰を望んでいる国の中央銀行と政府が、彼らが課した条件を満たすまで信用供与を拒絶できるのである。さらにそのような国は、ノーマンとストロングがその安定化計画を承認しなかったら、通常外債を発行することがきわめてむずかしい地位にいる。」このように述べて、チャンドラーは次のように結論づけている。「安定化計画に協力している外国中央銀行家と民間金融業者が課す処方箋は、安定化を求めている国の主権を不当にも犯すものといえるであろう。」<sup>35)</sup>

ストロングとノーマンが想定していた安定化計画は、それ自体としては、ア

30) *Ibid.*, p. 308.

31) *Ibid.*, p. 281. この原則の基本線はすでに1920年のブリッセル会議の報告にみられる。  
Clay, *op. cit.*, p. 136.

32) *Ibid.*, p. 285.

33) *Ibid.*, p. 279. 22年4月22日のフーバー財務長官あての手紙。

34) *Ibid.*, p. 285.

35) *Ibid.*, p. 286.

アメリカとイギリスが共同して他の国の金本位再建を行う際に適用されるはずのものであったが、この原則はイギリスの金本位復帰に際しても、当然適用されることになる。

24年12月28日、ニューヨークを訪れたノーマンは、ストロングとの会談で、アメリカ訪問の目的は、2・3の人（特にストロングとJ・P・モルガン）と会ってスターリングの金本位復帰の実現可能性を確かめることである。そしてアメリカ側から好ましいとの感触が得られたなら、第一に、アメリカにおける将来の通貨・金融政策がどのようなものになりそうであるか、第二に、再建した金本位制を維持するために、アメリカ側からどのような便宜が与えられるかを確かめることである、と述べた<sup>36)</sup>。

ノーマンの申し入れに、ストロングと財務長官メロンは賛意を表明し、アメリカは二種類の信用供与を行うことになった。第一のものは、中央銀行間の信用であり、「信用による金売却協定」といわれるものである。この協定は、通常の信用供与と異って、全額が一度に使用されるのではなく必要ならばイングランド銀行が、借り入れした資金で協定期限内に売り戻すという条件でニューヨーク連銀から金を買入れ、金準備にできるという内容のものであり、信用枠の供与であった。ニューヨーク連銀は、2億ドルを供与しその見返りとしてイングランド銀行に預金勘定をもつか、あるいは適格手形を受けとるかする。その両者の配分は、イングランド銀行が行う。第二の供与は、モルガン商會を筆頭とする金融団とイギリス大蔵省との間の信用枠で、1億ドルであった。両者ともに契約期間は2年である<sup>37)</sup>。

ストロングは、この信用を与える際にノーマンからいくつかの約束をとっている。以前、連邦準備局のスタッフであり、その後ニューヨーク連銀の調査部員になったロバート・B・ウォーレンは、ストロングがフランス銀行総裁モローに、イギリスに三つの保証を要求したと話した、ことを1926年8月23日に記

36) *Ibid.*, p. 308.

37) *Ibid.*, pp. 312-313 および pp. 316-317.

している。(1)契約期間中、イングランド銀行の性格においていかなる基本的変更もされないこと。(2)イギリス大蔵省は、カレンシーノートの状態を変化させて、インフレ方向にもっていかないこと。(3)イギリス政府は、契約期間中に契約条件を満たすために金輸出が必要になったとき、金輸出の防壁を高めないこと<sup>38)</sup>。このストロングのイギリスに対する要求がどのような変化をたどって、アメリカとイギリスの間でどのように確認されていったかは、機密に属する問題でもあり、確定するには困難である。クラークは、ストロングとノーマンの手紙の交信から次のように述べている。ストロングは、ノーマンが少なくとも次の1年間あるいは2年間イングランド銀行総裁にとどまることを要求し、その保証をとった<sup>39)</sup>。さらに、ストロングはカレンシーノートの発行の増大は、イングランド銀行の認可なくしては出来ないという保証をとろうとしたが、ノーマンはこの要求の公式的応諾はひじょうな議論をまきおこすという理由で反対し、ノーマンがチェンバレン委員会を説得してストロングの要求を満たすような一文をその報告に入れるよう努力するというノーマンの保証をとって、ストロングはひき下がるを得なかった。しかし、そのような一文は、チェンバレン委員会報告には結局含まれなかった、とクラークは述べている<sup>40)</sup>。

これに対し、モグリッジは25年4月15日と20日のノーマンのストロングあての手紙および4月17日と23日のニマイヤーのピグー（両者ともにチェンバレン委員会の委員）あての手紙等を調べながら、次のことを明らかにしている。ノーマンがストロングに送ったチェンバレン委員会報告草案の中には、金本位制復帰直前に最終的に入れられたストロングの要求を満たす一文が抜け落ちていること、また、ノーマンの25年4月20日付のストロングあての手紙によって、その時点でノーマンがなおそのような一文を報告に入れるよう努力していることを示し、ノーマンの努力は最終的に委員の意見の一致を勝ちとり、ニマイヤ

38) *Ibid.*, pp. 319-320.

39) *Clarke, op. cit.*, p. 84. 25年1月15日のストロングのノーマンあての手紙、2月10日のノーマンのストロングあての手紙。

40) *Ibid.*, p. 84. ストロングの譲歩については4月20日のノーマンのストロングあての手紙。

ーがノーマンとブラッドバリーとの相談の上で次のような文章が報告に入れられたことを明らかにしている<sup>41)</sup>。「金本位復帰の発表の日から無準備発行を決定する取り決めが恒久的なものとなるまでは現行の発行限度は厳重に維持されるべきである。」<sup>42)</sup>この文章は、ノーマンが1月にニューヨークを訪れたときに、ストロングが要求した信用供与の際の条件を基本的に満たすものであった。その他に、モグリッジはストロングの要求として次のようなものが提示され、イギリスによって受け入れられたことを示している。(1)2年間、イングランド銀行がクレジットを管理すること。(2)ある特定の時期でのクレジットの使用は連銀が規制すること。(3)もしクレジット返済のため必要あるときは、イギリス政府は金輸出を防げないこと<sup>43)</sup>。こうして、ストロングとイギリス当局の間での保証確認は、前記した安定化計画のイギリスへの適用であったことは明らかである。

このようにして、アメリカの「援助」によるイギリス金本位復帰は、アメリカによってイギリスの通貨・金融・財政政策が大きく制限される結果になった。

#### IV イギリス金本位復帰と連邦準備銀行の低利子政策

アメリカは、イギリスの金本位復帰のために信用供与を行うほかに、連邦準備銀行の「低利子政策」によって「援助」しようとした。むしろ、ストロングは初期のころ信用供与よりもこちらの方を重視していたようである。

ストロングとノーマンは、二つのことを考えてロンドンの利子率をニューヨークの利子率よりも高くすべきであると考えていた。一つは、そうした利子率格差の設定によって、イギリスの価格水準を低め、アメリカのそれを高めて、

41) Moggridge, *op. cit.*, p. 59.

42) モグリッジはこの文章がチェンバレン委員会報告文の34パラグラフに入れられているとしているが、25年5月2日の『エコノミスト』誌に掲載された報告には23パラグラフに入れられている。*The Economist*, May 2, 1925, pp. 851-853 参照。『エコノミスト』にのせられた報告は2月5日付になっているがそれ以後発表までに修正されたものと思われる。なおここで言われている現行発行限度とは、以下の内容のものである。1919年12月にカンリフ委員会の報告にしたがって省令が公布され、1920年度における政府紙幣の保証発行高を3億2千1百万ポンドに制限し、それ以後における発行限度を前年の最高発行額に定めた。

43) *Ibid.*, p. 59.



そうして両国間の価格調整を行い、スターリングを安定させてイギリス金本位復帰を準備しようとした。もう一つは、短期資本をロンドンに集め、長期借入れをニューヨークに向わしめて、イギリスの国際収支を少しでも均衡させ、同じくスターリングを安定させるために、利子率格差を考えていた<sup>44)</sup>。ストロングは、24年5月27日財務長官メロンあての手紙の中で次のように言っている。

「現在、イギリスの輸出用商品の価格はアメリカのそれと比較しておよそ10%高い。イギリスの金本位復帰のための準備策としてこの価格水準の調整がなされねばならない。いいかえれば、われわれの価格水準を少し高め、イギリスのそれを少し下げなければならないのだ。……これははある程度までは偶然の産物であろう。しかし、イングランド銀行と連邦準備制度の協力によって、すなわちこの国での利子率を低く、イギリスの利子率を高くすれば、ニューヨークが貸し出し市場になり、価格水準の調整が促進されるであろう。」<sup>45)</sup>

ところが、ストロングは、7月ごろから利子率格差による価格調整、短期資本移動に疑問をもちはじめた。とくに、利子率の価格、さらには為替に及ぼす影響については懐疑的であった。ストロングは24年11月4日のノーマンあての手紙で次のように言っている。

「価格の変化は、必ずしも為替における変化の原因ではないと言ってしまふと不当であろう。(しかし) 実際には、為替の変化それ自体が、国際的価格関係の主要な要因となっているときがある。私は、インフレもデフレも進行していない今日の状態の下では、後者(為替の変化が国際価格関係に影響を及ぼす場合——筆者)の場合が現在の状況だと思うようになった。」<sup>46)</sup>

また、利子率格差の資本移動に対する影響についても、スターリングが金本位制から離れていて為替相場の動揺がはげしい状態の下では、利子率格差を設定しても為替差損の危険が大きく、ロンドンに向う短期資本は最小限にとどまらうと考えるようになった<sup>47)</sup>。そこで、ストロングは単なる利子率格差以

44) Chandler, *op. cit.*, p. 296 および p. 303.

45) *Ibid.*, p. 283.

46) *Ibid.*, p. 303.

47) *Ibid.*, p. 306. 7月9日ノーマンあての手紙。

上のもっと根本的な方策がとられないかぎり、ドルとスターリングの為替相場における大きな変化は期待できないと考え<sup>48)</sup>、前項で述べたような信用供与によるイギリス金本位制再建にのり出すのである。<sup>49)</sup>

しかし、ストロングはニューヨークとロンドンの間に利子率格差を設定すること自体が無意味であるとは考えていなかった。後にも見るように、24年のドーズ・プランの発表と相まってニューヨークの低利子率は、アメリカからの対外投資を増大させ、スターリングの回復に寄与したことは明らかであるし、イギリスが金本位に復帰して為替リスクが小さくなれば、利子率格差にもとづく短資の移動がより大きく生じることは明らかであったからである。それに利子率格差の心理的效果も無視できない。したがって、ニューヨーク連銀の「低利子政策」は、側面からの「援助」としての役割を十分に担っていたのである。

それでは、利子率政策の主導権をイングランド銀行と連銀のどちらがにぎっていたかと言えば、明らかに連銀の方であった。別の機会にくわしく論じたいが、連邦準備銀行は、金の流入をある程度まで「中立化」させる金融政策を開発し、これによって一定程度、対外情勢から左右されないで「国内均衡」を守ることができた。すなわち、アメリカは金本位制を維持しながら、「国内均衡」の維持・発展のために、一定自由に金融政策をとれるようになったのである。これに反して、イギリスは、アメリカが「国内均衡」維持策として金融政策を行えば、それによって直接影響をこうむり、イギリスの「国内均衡」「国際均衡」が攪乱されるのである。ストロングは、この関係をどのように理解していたか、彼の23年2月22日のノーマンあての手紙で次のように言っている。

「……金の保有が異常な額にのぼっている現在、われわれは準備率についての法的ならびに伝統的な考え方を無視し、価格、産業活動、雇用、信用量、売り上げ高により大きな重点をおかなければならない。もちろん、このことがヨーロッパに及ぼす影響について目をつぶってはならないが……」<sup>50)</sup>

48) *Ibid.*, p. 306. Moggridge, *op. cit.*, p. 37.

49) 信用供与による事態の推移は結果的にアメリカとイギリスの間の価格水準の調整がすまないまま、したがってスターリングの「過大評価」のまま金本位に復帰することになった。

50) Chandler, *op. cit.*, p. 188.

この言葉は、まさにストロングが上記のことを実感していたことを如実に示している。逆に、ノーマンの方とは言えば、22年2月6日ストロングに次のような手紙を送っている。

「この数カ月間、ニューヨークの利子率がロンドンの利子率よりも低かった。このことはスターリングを強めることに貢献した。しかし、この数週間に事情が変わった。産業のための資金需要が低下し、投資のための資金が増大している。政府は低い利子率で資金を獲得しようとしている。……われわれは、現在の利子率を維持するのが困難になった。われわれが、ニューヨークの利子率まで引き下げなければならなくなれば誠に申し訳ない。……国内的理由のために、まずわれわれの方からニューヨークの利子率まで下げさせてほしい。そして、2、3カ月してからあなたがわれわれの利子率よりも低く利子率を引き下げてほしい。」<sup>51)</sup>

ストロングは、このノーマンの申し入れを拒否し、ノーマンは苦境に陥入った。

「あなたの態度は失望的なもので、私が期待していた持続的な協力を困難にしてみよう。……あなたは、今5月あるいは6月までに現在の4.5%から利子率を引き下げる計画をもっていない。そうであるかぎり、われわれは現在の4.5%という利子率を維持できるか、どうか疑問である。」<sup>52)</sup>

23年に連銀が若干のひきしめを行ったとき、ノーマンはますます苦境に陥入り、ストロングに嘆きの手紙をおくっている。

「両国の利子率関係は依然悪い。これからもずっと悪いと思う。いや、われわれが金本位制にもどるまでずっと悪いと思う。金本位に復帰するまで、われわれは困難をこうむらざるをえないのであろう。」<sup>53)54)</sup>

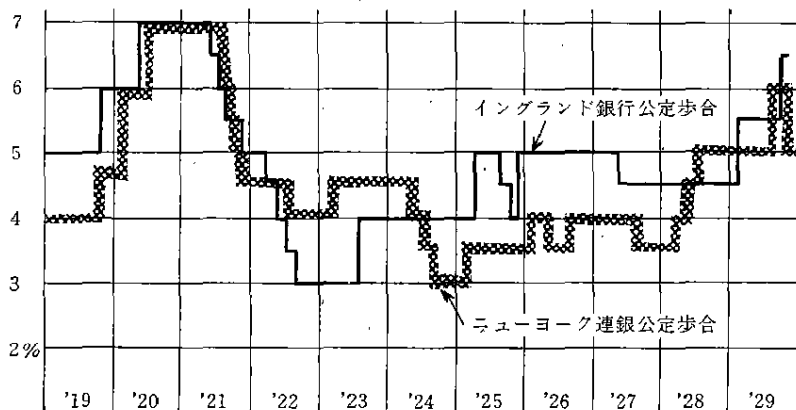
51) *Ibid.*, p. 304.

52) *Ibid.*, p. 304.

53) *Ibid.*, p. 305.

54) また、ストロングがノーマンに24年12月5日電信を送り、公定歩合を引き上げる可能性があることを知らせ、そのようなことが必要になった場合、ロンドンの利子率を先に引き上げた方がいいのではないだろうか、どうであろうか、という打診をしているが、ノーマンはそれに答えて(12月8日)、ニューヨークが引き上げたらイングランド銀行は引き上げるだろう。ニューヨークに従った方がいい。(だが)そうすれば、われわれの手があなたにしばらくされているように見えるであろう、と言っている。Clarke, *op. cit.*, p. 88.

第Ⅱ図 ニューヨーク連銀公定歩合とイングランド銀行公定歩合



出所: *Federal Reserve Bulletin* の各所および Mitchell & Deane, *Abstract of British Historical Statistics*, 1962, pp. 458-459 より作成。

以上のストロングとノーマンのやりとりから、利子率政策の主導権がニューヨークにあったことは明らかである。

ニューヨーク連銀は、このような利子率政策の主導権を発揮して24年中ごろから低利子政策に移行した。ニューヨーク連銀とイングランド銀行の公定歩合の推移をみると図Ⅱのようである。20年から21年までは、二つの公定歩合は、戦後ブームへの対処のために同様の変化をたどったが、21年末から24年中ごろまで、総じてニューヨーク連銀公定歩合の方が高かった。それはノーマンの手紙からわかるように、できるだけ二つの利子率関係をニューヨークに低く、ロンドンに高く維持しようとしたにもかかわらず、それぞれの国内的条件のためにそのようにならなかったのである。とくに、22年から23年のイングランド銀行公定歩合の低さは、不況の進展と失業の拡大のせいである。24年の中ごろになってやっと二つの利子率関係が「適当」な関係におかれるようになった。23年ニューヨーク連銀は若干のひきしめ状態にあり、23年末売りオペレーションを行って連銀保有の政府債は1億ドルを下回っていた。そして加盟銀行の連銀

からの借り入れは8億ドル以上にのぼり、ニューヨーク連銀公定歩合も4.5%と若干高かった<sup>55)</sup>。それから24年にかけて、ニューヨーク連銀は「低利子政策」に移行した。しかし、イギリスの方は公定歩合を引き上げることができなかった。ノーマンは、失業の拡大に直面して4%より高く公定歩合を引き上げる満足な弁解理由を見つけることができなかった。しかし、イングランド銀行の市場統制力を発揮して、3ヶ月ものの銀行手形の市場利子率を引き上げ、ニューヨーク市場利子率とロンドンのそれとの開きを拡大していった。また、ニューヨークの銀行手形の市場利子率も、24年4月にはロンドンよりも1%高かったのが、7月にはロンドンよりも1.5%も低くなった。コール・ローン利子率のみは、ニューヨークとロンドンの利子率格差の開きはそれ程ではなかったが、他の利子率も銀行手形と同じように二つの利子率格差が拡大していった。こうした貨幣市場に対応して、アメリカの長期政府債の利回りも、24年4月にはイギリスのそれよりもわずか0.17ポイント低かったのが、7月には0.46ポイントも低くなり、この格差は貨幣市場における利子率格差の変化とは反対にちぢまらなかった<sup>56)</sup>。

ストロングは、この「低利子政策」を行う際の状況を自分自身のメモに書いている。それを要約すると、23年にはリセッションの進展があり、西部地方では銀行の倒産が続出し、農業地域の状態はきわめて悪化しており、政府からの強力な救済を要するほどであった。他方、スターリングはヨーロッパからアメリカへの資本の流れがあって、その影響をこうむり11月には4.26ドルまでに下落している。ロンドンの利子率は、ニューヨークのそれよりもはるかに低く、公定歩合は4%であった<sup>57)</sup>。

こうした状況の下で連銀は、買いオペを初めた。ストロングはこの政策の目的を6点あげている。(1)加盟銀行の債務支払いを軽減させること。(2)金流入が生じたとき、売りオペレーションを行えるように連銀が資産を保有しておくこ

55) Chandler, *op. cit.*, p. 241.

56) Clarke, *op. cit.*, pp. 86-87.

57) Chandler, *op. cit.*, p. 242. 24年12月26日のメモ。

と。(3)価格が全般的に下落しているとき、この国の利子率水準を若干低くすることによって、ニューヨークとロンドンの利子率関係に変化をもたらすこと。(4)海外からの借入れをニューヨークに向わしめ、商品とくに農産物の輸出を促進すること。(5)スターリングの回復とイギリスの金本位復帰を可能なかぎり援助すること。(6)西部地方の銀行倒産を救済すること、がそれである<sup>58)</sup>。

24年9月までに連銀は政府債を5億ドル購入し、それにつれて加盟銀行の連銀からの借り入れも3億ドル以下に減少した<sup>59)</sup>。ここで注目しておきたいことは、低利子政策がとられた政策手段である。連銀は、まず最初に政府債の購入を行って市場利子率をおし下げ、それから公定歩合を3%に引き下げて調整している。つまり、いわゆる「金の不胎化」政策のときの逆の政策を行っているのである。こうして、ニューヨーク連銀は、24年までに開発してきた公開市場操作と公定歩合政策の相互補完的利用を行って、イギリス金本位復帰「援助」を行ったのである。

ストロングは、先のメモの中で「低利子政策」の帰結を7点にわたって書いている。(1)加盟銀行の債務支払いの圧迫が軽減された。(2)近來になく、ヨーロッパはアメリカから小麦を購入せねばならなかったが、アメリカの低利子率、ロンドンの高利子率は、外国政府、外国企業がスターリングを下落させることなく、借り入れることを可能にした。(3)アメリカにおける投資証券市場の発展がおくれていたが、この6ヶ月間に急速に発展し、合理的な条件で証券類が発行されるようになった。(4)穀物輸出にわが国の信用が使われなかったら金流入がつづいたであろう。わが国の低利子率がこの信用を可能にしたのであり、スターリングの強化に大いに貢献した。(5)スターリングは、イギリス政府とイングランド銀行が、金本位復帰を考えるほどまでに回復した。(6)低利子政策は、景気回復にかなりの役割を果たした。(7)戦争以来経験しなかったほどの社会の平穩をもたらした<sup>60)</sup>。

58) *Ibid.*, p. 243.

59) *Ibid.*, p. 241.

60) *Ibid.*, pp. 244-245.

このように、24年のニューヨーク連銀の「低利子政策」は、アメリカ国内の不況状態を一方では利用しながら、イギリスの金本位復帰を「援助」しようとするものであった。

それでは、最後に、こうした「低利子政策」がストロングとノーマンが期待していた資本移動に実際にどのような影響を与えたのか、ごく簡単にここでみておこう。24年から25年にかけて両国間の利子率格差を一つの大きな原因として短期資金がアメリカから流出したと言っても、ほぼさしつかえないだろう。H・B・レイリーによれば、不完全な資料しかないが<sup>61)</sup>、それによると24年後半から短資の流出がおこり、年度末残高資料でみると24年末には1億1,900万ドルの流入であったのが、25年末には1億600万ドルの流出になっている<sup>62)</sup>。そしてレイリーは次のように述べている。「(アメリカにおける外国短期資産の)総計は、かなりの変化を示し、それは他の要因とともにアメリカと外国貨幣市場と

61) アメリカの短期資金についての統計は、第一次大戦中の為替管理政策の下で、国毎、月毎、のほとんど完全な資料が19年の前半期まで作成されたが、19年6月に為替管理政策が中止されるとともに、資料作成の編集が中止され、その後の10年間の統計は全く不備なものになり、主要項目毎の年度末残高の統計がわかるのみとなった。それさえも20年代の前期・中期には全く不完全であり、欠落の多いものである。アメリカの短資についての統計が整備されはじまるのは1929年以降であり、35年に完備される。H. B. Lary, *The United States in the World Economy*, 1943, p. 111. および Appendix B 参照。一方この時期のイギリスの短期資本についての統計はアメリカ以上に不完全、不整備のものであり、マクミラン委員会が31年に公表したものが唯一の資料である。しかしそれとても27年から31年のものであって24年から25年の「低利子政策」の分析に直接役立てることはできない。Royal Institute of International Affairs, *The Problem of International Investment*, 1937, pp. 337-340, 楊井, 中西訳「国際投資論」昭和45年, 351-353ページ。なおマクミラン委員会報告にはイギリスの短期債務と資産の両者を公表しているが(*Committee of Finance & Industry Report*, Cmd 3897, p. 112 および p. 301) *The Problem* には債務のみがのせられている。

62) 以下の表については、三つの点が注意されなければならない。一つは24年後期からつづいてきたアメリカからの短資流出は25年中ごろに止まり以後流入しきでている。それはアメリカの資本勘定での長期・短期の信用によるものでドルが散布されたためである。それは1927年後半と1928年前半に頂点に達した。第二に、27年の外国資金の流入はニューヨークの利子率低下と金流出に矛盾するように思われるが、それは以前の年度末の統計が不十分であり、なお不完全とはいえず27年において格段に整備されたためである。したがって27年の流入は過大評価になっている。第三に、28年にアメリカにある外国短資は減少し金が出た。それは連銀の信用政策の若干のひきしめにもかかわらず、その年のはじめにはニューヨークの利子率が相対的に低位であったということと一致している。しかし、28年初期の外国短資の流出額がどれほどであったかについてはその年の後期における経過のために年次のデータではわからない。Lary, *op cit.*, p. 116.

の相対的利子率の変化によっている。例えば、1925年の短期資金の減少とそれに伴う金の流出は1924年からはじまったニューヨークにおける利子率の低下によってひきおこされたものと思われる。<sup>63)</sup> こうした利子率格差による短資移動は、ストロングとノーマンによって事実認識されていた。金本位復帰後ほぼ1ヶ月たった5月26日付のノーマンのストロングあて手紙の中で、彼は「われわれは、外国から資金を受け入れている。それは一時的なものであり、2・3ヶ月

アメリカにおける短期資本の流出入

100万ドル

	'24	'25	'26	'27	'28	'29
<b>A. アメリカの短期資金</b>						
・銀行あるいは仲買業者に対する勘定	-109	-46	-36	-349	-231	-200
・他の短期資金	不明	"	"	"	"	"
・アメリカ資金の流出入	-109	-46	-36	-349	-231	-200
<b>B. アメリカにおける外国短期資金</b>						
・銀行あるいは仲買業者に対する勘定	+240	-44	+446	+952	-108	+190
・アメリカ通貨の保有	-12	-16	+9	-18	-9	+6
・その他の短期資金	不明	"	"	"	"	"
・外国短期資金の流出入	+228	-60	+455	+934	-117	+196
<b>短期資金の流出入</b>	<b>+119</b>	<b>-106</b>	<b>+419</b>	<b>+585</b>	<b>-348</b>	<b>-4</b>

出所: Lary, *op. cit.*, 巻末付表Ⅲ

- 63) *Ibid.*, pp. 115-116. レイリーは、その著書の注の中で (p. 116) 25年の短資流出の原因として利子率以外にアメリカのドーズ・ローンへの応募をあげている。24年のドーズ・ローンは金に変えられライヒスバンクの準備にされる以外にかなりの部分がアメリカにおいて一時預金の形態でおかれ、それは統計上アメリカへの短資の流入となる。それが25年に引き出され25年における短資流出の一原因になっているのである。このようにアメリカにおける短資の流出入はアメリカの長期資本輸出に規定される面が強いが、24年から25年にかけては利子率によって規定されるところが大きかったことも事実である。レイリーによれば、アメリカにおける短資の源泉は三つの要因によっているとしている。(1)アメリカの海外貸付の手取金が一時的におかれる形で短期バランスをつくる。(2)第一次大戦後の国際貿易とくにアメリカ貿易においては多くの部分がドルで決済されるようになったため、外国銀行がアメリカにおいてドル・バランスをもつことが必要になった。例えば、アメリカが外国へ与えた引受信用の増大は、それが次々と満期になっていくから、外国人が清算のためにアメリカに資金をもつことを必要とした。(3)もう一つの重要な源泉は、外国の通貨準備およびそれと関連した目的のためにアメリカにおかれた資金である。*ibid.*, p. 115. そしてこれら三つの源泉のうち、最初のものはアメリカの海外貸付により大きく規定され、あとの二つは比較的、利子率に左右される面が強いと言えるであろう。しかし短資の構成についての詳細な資料は欠けている。



もすれば回収されるにちがいない。しかししばらくの間スターリングの上昇に寄与するだろう」と述べている<sup>64)</sup>。ストロングも25年の夏から秋にかけて利子率格差の維持が一つの困難にぶつかったとき、8月25日の手紙の中で、「ヨーロッパの金本位国のうち数ヶ国が利子率の低下に直面している中で、アメリカが利子率を引き上げれば、一般的には銀行業者によって、また特殊的には発券銀行によって資金のアメリカへの移転が生じるであろう」と述べている<sup>65)</sup>。

一方、アメリカの長期資本輸出もニューヨークの利子率の引き下げによる借入れ費用の低下によって促進された。23年にアメリカの資本輸出は4,500万ドルであったのが、24年には7億ドルへと急速に増大し、25年にも5億7,000万ドルにのぼり、以後持続的に増加している<sup>66)</sup>。こうした増大をもたらしただきな原因として、レイリーは「相対的利子率」をあげている。「外国貸付を規定した諸要因の大半は長期債の利回りではかられた相対的利子率にある。そしてその利子率は外国におけるよりもアメリカにおいて低かった」と彼は述べている<sup>67)</sup>。また、イギリス側からも次のような指摘がみられる。「戦後期を通じてロンドンの利子率は相対的に高く、また種々の理由から資本輸出は当局の干渉によって制限されることが時折あったので、以前はロンドンですべての必要額をまかなっていた借手の多くはますますニューヨークに向った。そのうち主なものはカナダと南アメリカの数ヶ国とであった。」<sup>68)</sup>

以上のように、ニューヨークとロンドンの間の利子率格差の設定は、ストロングとノーマンのもくろみに反する数多くの矛盾と困難をその中にはらんでいたとは言え<sup>69)</sup>、短資をロンドンに向わしめ、長期借入れをニューヨークに向

64) Chandler, *op. cit.*, p. 323.

65) *Ibid.*, p. 328.

66) Lary, *op. cit.*, 巻末付表Ⅲ.

67) *Ibid.*, p. 96.

68) Royal Institute, *op. cit.*, p. 147. 前掲邦訳 158-159ページ。新規海外発行統制については、同じ著作の中で次の指摘がある。「新規海外借入れは大戦中は非公式に禁止され、それは実際1925年11月まで撤廃されなかった。……金本位復帰の準備として24年中に新規発行統制が再開され、25年11月以前の18ヶ月間は借換発行、帝国内諸国へのある種の借款、ヨーロッパの金融的復興のための借款だけが許可された。」p. 134, 邦訳145ページ。

わしめる点でかなりの効果をもっていたと言えよう。

以上、3項と4項を通じてみてきたように、ストロングはイギリスに信用供与を行う一方、ニューヨークとロンドンの間に利子率格差を設定することによって、イギリスをして金本位復帰に向わしめ、その結果イギリスは、25年4月28日に金本位制に復帰した。

ところで、こうしたアメリカの「援助」によるイギリスの金本位復帰は、同時にアメリカとイギリスの間での「国際金融協力」を困難にし、ひいては再建金本位制を崩壊させるモメントを含んでいた。すなわち、24年から25年にかけての連銀の「低利子政策」はアメリカ国内の不況を利用したものであり、ストロングも述べるようにアメリカがブームになれば、連銀は抑制政策をとらなければならない、利子率格差の維持は困難になる。それはイギリスをしてますます高金利政策をとらしめ、不況を長びかせてアメリカとイギリスの間での生産力格差を増大させ、輸出競争力を弱体化させるものとなって、イギリス金本位制の基盤を弱めることになる。また、ニューヨークの低金利、ロンドンの高金利は、ニューヨークに長期借入れを向わしめ、アメリカの対外投資を増大させながら商品輸出も伸ばしていく。それに対して、イギリスの方は、戦時中に多額の対外資産を失い、それも原因となって経常勘定の黒字幅は戦前よりも小さくなり、対外投資の余裕は少ない。それなのに対外投資はその余裕以上になされたから、イギリスの高金利と相まって、いわゆる「短期借り、長期貸し」というパターンをとらざるをえなくなり、金本位制の基盤を不安定にした。

## V ま と め

以上の考察は、イギリスの金本位制復帰が現象的には、アメリカとイギリス

69) その一つとして、ノーマンはニューヨークのコール・レートあげている。彼は後にイングランド銀行理事にもなった。ブラケット (Basil Blackett) に次のような内容の手紙を送っている。ニューヨーク株式取引所のブームがコールマネーを5 1/2%にまで引き上げ、そのためにロンドンから短期投資のために資金(それゆえ金)を吸収し、自分の計算をくつがえてしまった。Clay, *op. cit.*, p. 221.